

# 軟體及服務 | 凱鈿 (7737 TT ; 未評等)

## 結合 AI 技術創造附加價值，海外代理授權擴大銷售渠道

### 交易資料表

內部人持股比率	61.32%
負債比率	38.7%
調整後每股淨值(2023A)	NT\$ 34.47

### 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2021	2022	2023	1H24
營業收入	338	396	404	201
營業收入 YoY(%)	56.4	17.2	2.0	0.5
營業毛利	188	209	200	112
營業毛利 YoY(%)	19.3	11.5	-4.3	12.6

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

### 元大觀點

◆ 數位轉型、雲端運算及 AI/ML 技術整合趨勢下，2024-32 年 SaaS 市場 CAGR 達 18%，凱鈿位於 SaaS 創業第二階段，收入規模穩定擴張。

◆ 凱鈿長期成長動能包括：1) AI 與技術研發；2) 國內與海外合作夥伴代理授權；3) 產品邁向模組標準化，長線獲利能力看增。

◆ 國內軟體自有品牌以及 SaaS 同業 PSR 過去三年區間約介於 5~6 倍，凱鈿待產品轉換過渡期結束後合理評價有望往 5~6 倍 PSR 評價靠攏。

### 凱鈿致力於發展多元的 AI 智能化工作流程及數據解決方案

數位轉型、雲端運算及 AI/ML 技術整合趨勢下，2024-32 年 SaaS 市場 CAGR 達 18%，凱鈿 2014 年推出 KDAN Cloud 雲端服務，正式轉型為 SaaS 供應商。凱鈿三大產品服務包括 1) 數位文件管理(與電子簽章合計 69%)；2) 電子簽章；3) 數據分析 31%。此外，B 端客戶近年穩健成長，已由 2018 年之不到一成，成長至 2023 年約三成，積極進行結構轉型，並提供私有化部署服務，持續增加企業與政府等 B 端客戶，建立長期穩定的成長性營收結構。

### 結合 AI 技術創造附加價值，海外代理授權擴大銷售渠道

公司於 2024 年投入 SDK/API 底層技術和 LLM 與 AI 的智能文件處理(IDP)及智能數據分析(數據中台)解決方案的研發，並透過授權代理合作模式，積極擴大日本、東南亞及美國銷售渠道，凱鈿代理商家數由 2023 年的 20 家，快速提升至 2024 年的 38 家，2024 年代理商貢獻之營收年增 84%，2025 年成長態勢持續，具高度成長空間。此外，為響應《資安法》要求，公務機關不得使用或採購中國製資通訊產品，KDAN Document 的重點發展 B2B、B2G 及大量授權模式，以取代目前公部門、企業和教育機構所使用的海外軟體，力求成為本地市場的首選供應商。

### 產品邁向模組標準化，專案比重降低使長線獲利能力看增

凱鈿目前位於 SaaS 創業第二階段，客戶規模及營收穩定擴張，展望 2024/2025 年，成長動能來自於 1) 取得競者 - 中國 PDF 廠商之代理；2) 點點簽引入日本策略性投資人(APAMAN)；3) 導入資料庫及數據分析技術，並以超過 20 種之分析模型客製廣告投放。此外，更將模組進行規模化應用，以標準化的模組降低生產成本，從而提升毛利率。國內軟體自有品牌以及 SaaS 同業 PSR 過去三年區間約介於 5~6 倍，凱鈿產品邁向模組標準化、私有化部署及大量代理授權，專案比重降低使長線獲利能力看增，待產品轉換過渡期結束後有望往 5~6 倍 PSR 評價靠攏。

## 營運概況

### 凱鈿致力於發展多元的 AI 智能化工作流程及數據解決方案

凱鈿行動科技成立於 2009 年 3 月，並於 2014 年推出 KDAN Cloud 雲端服務，正式轉型為 SaaS (軟體即服務) 供應商。KDAN 主要提供三大解決方案，分別為資訊軟體服務類的 KDAN Document、點點簽(DottedSign)，及在數據分析的 ADNEX，凱鈿過往以消費者 C 端客戶為主，近年積極進行結構轉型，並提供私有化部署服務，以增加企業與政府等 B 端客戶，其已從 2018 年不到一成之營收佔比，成長至 2023 年營收佔比約三成，建立長期穩定的成長性營收結構。

三大產品詳細介紹及競爭力如下：

- **數位文件管理 - 一站式 PDF 解決方案：**為公司主力產品，續訂率約 80%，營收來自海外。KDAN Document 產品型態包括 App、SDK、API 及雲端方案，能夠滿足不同消費者端(C 端)及企業端(B 端)客戶在多樣化情境下的需求，從文件創建，到 PDF 編輯、簽署與管理流程，用戶可一站式完成所有文件處理的動作，PDF Reader APP 全球累積下載超過一億次。全球 PDF Solution 預估整體市場規模達 193 億美元，以 PDF Reader 市佔率而言，Adobe 擁有約 60%，其他 PDF Reader 同質性產品共享 25% 的市佔，凱鈿之競爭優勢在於 1) 強大 SDK 技術支援，更符合多樣化情境之 AI 應用；2) 提供客戶更為彈性的技術整合方案；3) 訂閱價格處於中段價格帶，較 Adobe 實惠。另外，「數位文件管理」及「電子簽章」屬「資訊軟體服務」營收類型，2023 年營收佔比為 69%。
- **電子簽章 - 超過 4,000 家企業選擇點點簽完成重要簽約：**凱鈿點點簽提供電子簽章流程服務，包含 SaaS、API 與私有化部署解決方案，符合台灣《電子簽章法》及通過國際大廠整合數位憑證，客戶包含奇美實業、凱基證券以及雄獅旅遊等。根據 Statista 數據顯示，2022 年全球電子簽章市場價值約為 39.2 億美元，DocuSign 市佔率 67.6% 具主導地位，凱鈿之競爭優勢在於 1) 整合中華電信快意簽數位憑證技術；2) 相較全球前五大供應商價格最低。
- **數據分析(營收占比 31%) - 一站式數據解決方案，協助客戶最佳化行銷效益：**凱鈿 ADNEX 透過數據驅動和 AI 技術的應用，並以機器學習(Machine Learning)技術為基礎，整合線上與線下會員(Online merge offline, OMO)數據，發展「銷售預測分析」、「營業額預測分析」等更多項預測模組，並以此制定行銷策略與預算配置，大幅提升企業廣告投放與整合行銷的效益，客戶橫跨知名電商與國際零售巨頭。

圖 1：凱鈿三大產品與服務



資料來源：凱鈿、元大投顧

## 凱鈿結合 AI 技術創造附加價值，海外代理授權擴大銷售渠道

**AI 與技術研發：**公司於 2024 年投入 SDK/API 底層技術和 LLM 與 AI 的智能文件處理(IDP)及智能數據分析(數據中台)解決方案的研發。此外，更將模組進行規模化應用，以標準化的模組降低生產成本，從而提升毛利率。

**國內與海外合作夥伴代理授權：**積極擴大國內及海外市場的合作夥伴網絡，透過授權代理合作模式，擴大日本、東南亞及美國銷售渠道，凱鈿代理商數由 2023 年的 20 家，快速提升至 2024 年的 38 家，2024 年代理營收年增 84%，2025 年維持成長態勢，具高成長空間。此外，為響應《資安法》要求，公務機關不得使用或採購中國製資通訊產品，KDAN Document 的重點發展 B2B、B2G 及大量授權模式，以取代目前公部門、企業和教育機構所使用的海外軟體，力求成為本地市場的首選供應商。

**各渠道生態系整合：**KDAN 逐步完善各銷售渠道的生態系統，並實現了更高效的串接與整合。通過縮短開發週期的時間，KDAN 能夠降低人力投入，提升運營效率，並進一步減少成本。

圖 2：凱鈿行動科技三大產品及營收佔比

	2023年 營收佔比	主要產品及應用	成長動能
數位文件管理	69%	KDAN PDF Reader ComPDFKit (SDK)	增加經銷商及大量授權之比例 取得競者中國PDF廠商代理商之代理
電子簽章		點點簽 DottedSign/API	引入日本策略性投資人 立法院2024年4月通過《電子簽章法》修正草案，電子簽章加速發展
數據分析	31%	ADNEX	2024年下半年開始佈局資料庫及數據分析之廣告行銷模式，目前已有超過20組分析模組，預期2025年客戶數將有顯著成長

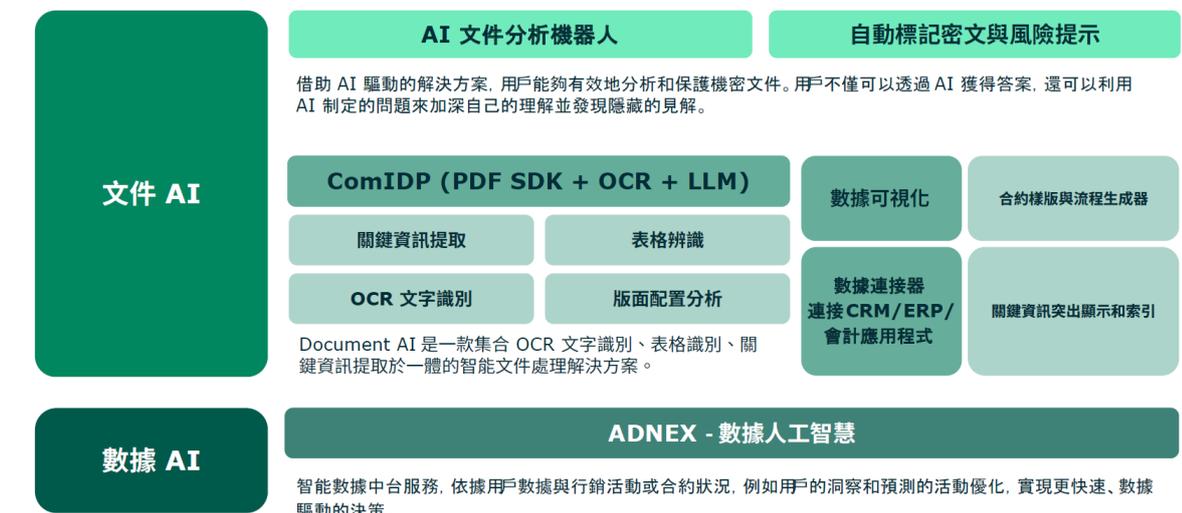
資料來源：公司資料

### 三大產品線成長動能如以下：

- **數位文件管理：**為公司營收主力產品，毛利率介於 70-75%；毛利率部分，因 SaaS/訂閱比重持續調整，增加經銷商及大量授權之比例，減少平台端的手續費抽成，因此毛利持續提升；此外，2025 年因中國軟體有資安上之疑慮，原中國 PDF 廠商於台灣之代理商將改為代理凱鈿之產品，有效取得原中國 PDF 廠商於台灣之市佔，並推動國內業務成長。2025 年數位文件管理成長動能主係將火力集中於「B 端」客戶，透過經銷商及代理商推廣，有效提升營收量體。

- **電子簽章**：電子簽章為 2025 年主力推廣產品，毛利率約 70-75%；立法院 2024 年 4 月通過《電子簽章法》修正案，點點簽目前已為地方政府機關採用，預計 2025 年隨法案發酵，業務成長更甚。另外，海外受惠於策略投資人、經銷商及合作夥伴之合作開始產生規模增長。毛利率部分，因專案比重降低，改採為 SaaS 為主的企業用戶、增加經銷商系統，成本大幅下降。2025 年成長主要來自凱鈿引入日本策略性投資人(APAMAN)，10 月開始由日本不動產產業大量採用。
- **數據分析**：2024 年凱鈿導入資料庫及數據分析之模式，將逐步取代原始廣告投放之營運模式。凱鈿已研發超過 20 種演算法分析模組，得針對客戶產業、類型、運營模式及需求等，客製化分析模式，且凱鈿之分析係採「模組式」發展，因此得以在短時間之內組合不同類型之方案，快速滿足客戶需求；此外凱鈿數據分析亦採用「訂閱模式」，於數據庫建置後，每年亦可有穩定疊加式收入。凱鈿已於 2024 年底召開產品發布會並受到各類廠商之關注，且 2024 年「資料庫 x 數據分析」廣告模式已帶來營收貢獻，展望 2025 年，評估目前在手洽談客戶數，評估將有顯著成長。單一客戶首次建置可貢獻 50 萬元之數據庫建置費，並於未來每年貢獻 20 萬元訂閱收入，預期 2025 年 ADNEX 為凱鈿主力成長動能之一。

圖 3：凱鈿 AI 技術

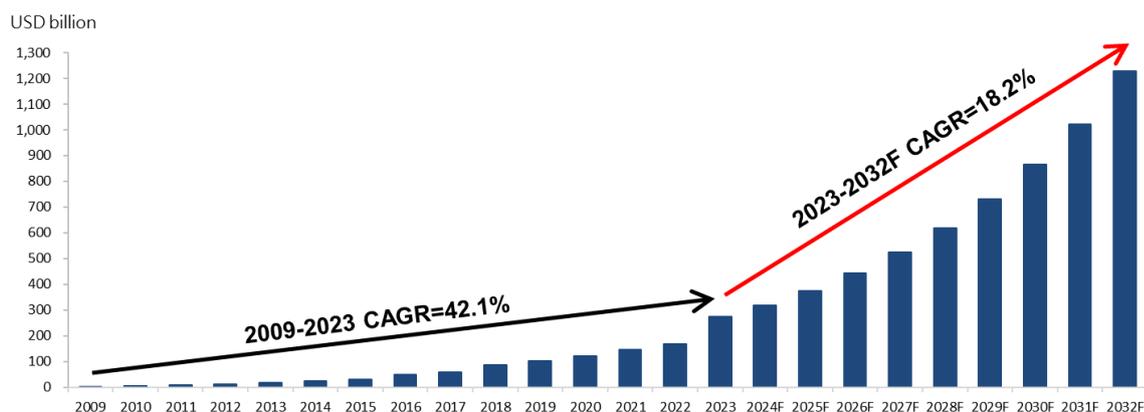


資料來源：凱鈿、元大投顧

### 數位轉型、雲端運算及 AI/ML 技術整合，2024-32 年 SaaS 市場 CAGR 達 18%

軟體即服務(SaaS)為雲端型軟體交付模型，其中雲端供應商可以開發並維護雲端應用程式軟體、提供自動軟體更新，並透過網際網路以隨用隨付的方式提供軟體給客戶。全球 SaaS 市場規模自 2009 年的 20 億美元成長至 2023 年的 2,736 億美元，CAGR 為 42.1%。展望未來，全球 SaaS 市場主要成長動能為 1) 推動數位轉型；2) 雲端運算普及化；3) 遠距工作模式興起；4) AI (人工智慧) 與 ML (機器學習) 技術整合；此外，中小企業對於降低初始成本的需求及行業特定解決方案的快速發展也將進一步推動市場成長，預期全球 SaaS 市場規模將自 2024 年的 3,176 億美元成長至 2032 年的 1.2 兆美元，CAGR 為 18.2%。

圖 4：2024-2032F 全球 SaaS 市場規模將以 CAGR 18.2% 成長



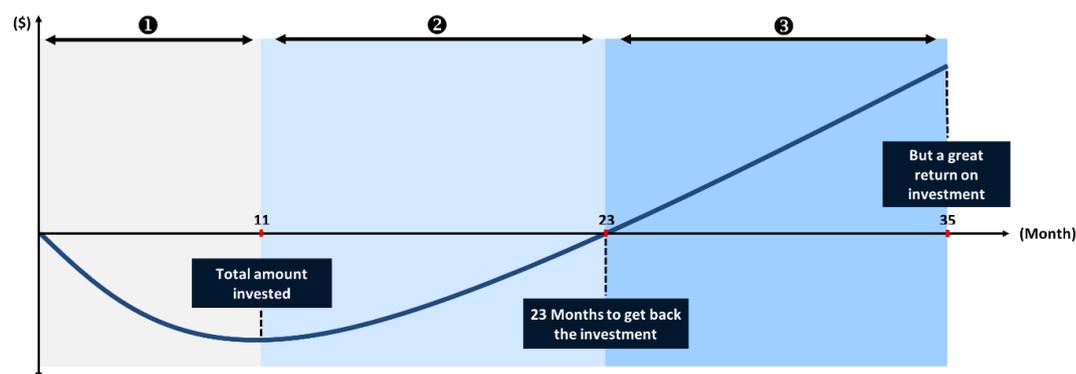
資料來源：Fortune Business Insight、元大投顧整理

### 凱鈿目前位於 SaaS 創業第二階段，客戶規模及收入穩定擴張

SaaS 創業企業將經歷三個階段：

- **第一階段，投入擴張期：**初創階段以融資為主，專注研發、銷售團隊建設及伺服器投入，僅靠訂閱收入需達較大客戶規模才能分攤成本。
- **第二階段，現金流為正，穩定擴張期：**客戶規模擴大，多年付費客戶累積帶來預收收入，使現金流轉正，資金支持進一步擴張。
- **第三階段，開始盈利，業績爆發期：**付費客戶規模增長，續費降低平均 CAC (獲客成本，Customer Acquisition Cost)，公司開始營利，利潤隨 CAC 降低持續提升。

圖 5：凱鈿目前位於 SaaS 創業第二階段

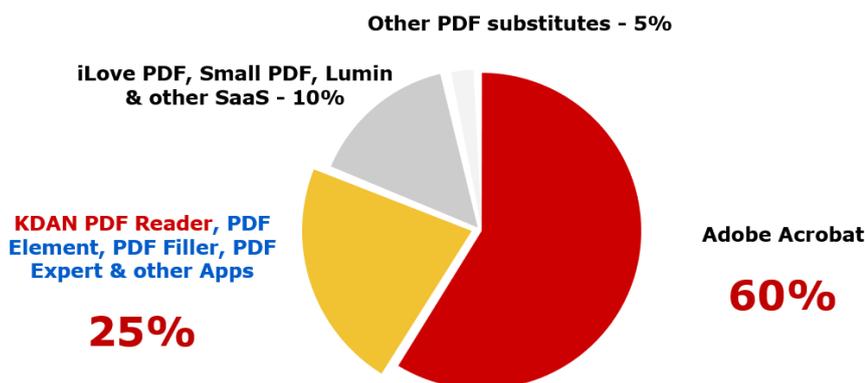


資料來源：公司資料、元大投顧

## 全球 PDF Solution 預估整體市場規模達 193 億美元，年複合成長率達 12.1%

全球 PDF Solution 預估整體市場規模達 193 億美元，以 PDF Reader 市佔率而言，Adobe 擁有約 60%，屬產業集中度高的項目，其他 PDF Reader 同質性產品共享 25% 的市佔。根據 Cognitive Market Research 的資料，全球 PDF Reader 的全球經濟規模在 2024 年至 2031 年間預計以每年 12.4% 的複合年增長率成長，2031 年將達到 18.5 億美元。而 Expert Market Research 指出，包含 PDF 文件雲端服務和文件管理服務在內的市場，2032 年的全球經濟規模預計將達到約 193 億美元，2023 年到 2031 年間 CAGR 約為 12.1%。

圖 6：PDF 全球市佔率分布



資料來源：凱鈺、元大投顧

圖 7：KDAN PDF Reader 與市場 PDF Solutions 競爭產品比較

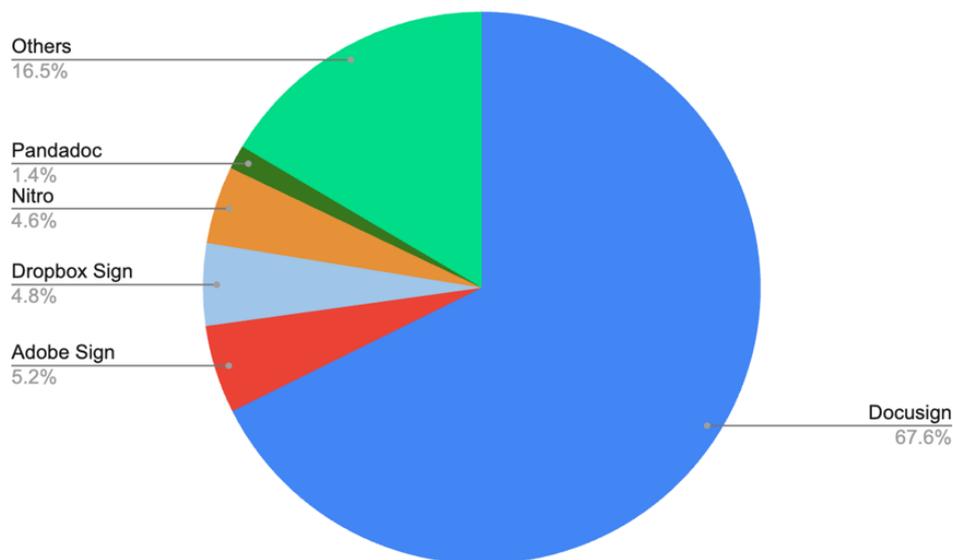
產品	 KDAN PDF Reader	 Adobe Acrobat	 PDF element	 iLovePDF	 Monica
目標客群	B2C專業用戶、B2B大量採購及客製化、PDF SDK需求者	B2C專業用戶、B2B大量採購、PDF SDK需求者	B2C專業用戶、B2B大量採購及客製化、PDF SDK需求者	B2C輕度用戶、PDF API需求者	B2C輕度用戶
最新動態	全面整合AI技術，IDP領域為未來產品發展方向，有利切入企業文件流程。	發展自家AI技術，整合進產品中，注重文件解析情境。	率先推出各式AI功能，搶佔話語權。	主打PDF API吸引B2B客戶。	以瀏覽器插頁起家，快速擴散市場。
競爭優勢	<ul style="list-style-type: none"> <li>強大SDK技術支援，更符合多樣化情境之AI應用</li> <li>提供企業客戶更高彈性的技術整合方案</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>強大品牌優勢及全球通路夥伴網絡</li> <li>掌握PDF核心底層技術</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>價格低廉</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>以大量免費試用額度吸引用戶</li> <li>以工具入口網站形式貼近用戶距離</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>以一站式網站提供不同廠家AI技術服務</li> <li>結合不同解決方案應對更多情境。(例：PDF Solutions)</li> </ul>
價格比較 (訂閱制)	\$109/年 (PDF + AI + eSign)	\$245/年 (PDF + AI + eSign)	\$79/年 (PDF + AI + eSign)	\$50/年 (PDF)	\$199/年 (AI)

資料來源：元大投顧

## 立法院 2024 年 4 月通過《電子簽章法》修正案，帶動電子簽章產業加速發展

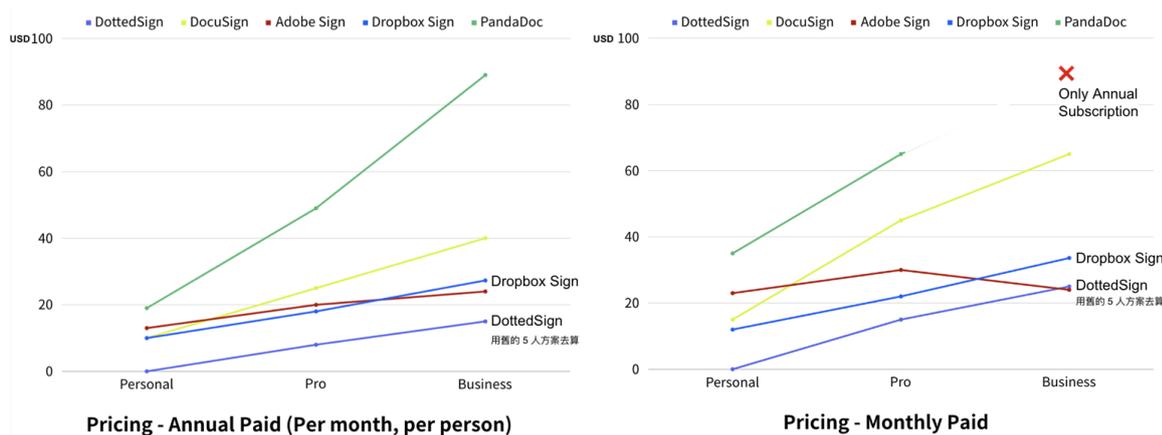
根據 Statista 2022-2023 年全球電子簽章市場規模數據顯示，2022 年全球電子簽章市場價值約為 39.2 億美元，預計在 2025 年將增長至 95.8 億美元，並在 2030 年達到 431.4 億美元。DocuSign 市佔率達 68%，在市場上佔據主導地位，其次為 Adobe Sign 的 5%。台灣市場方面，2024 年 4 月 29 日立法院三讀通過《電子簽章法》修正案，內容包含明定電子文件及電子簽章功能等同於實體文件及簽章，同時確認電子簽章法律效力，並明定政府機構部門不得任意以公告方式排除業務適用電子簽章，預期將帶動台灣電子簽章產業加速發展。

圖 8：e-Sign 全球市佔率分析



資料來源：凱鈿、元大投顧

圖 9：DottedSign SaaS 價格相較全球前五大供應商為最低



資料來源：凱鈿、元大投顧

### 產品邁向模組標準化、大量代理授權，專案比重降低使長線獲利能力看增

凱鈿 2023 年營收 4 億元，YoY+2%，毛利率 49.6%，稅後淨損 1.9 億元，凱鈿目前位於 SaaS 創業第二階段，客戶規模及收入穩定擴張，近年積極擴大國內及海外市場的合作夥伴網絡，透過授權代理合作模式，擴大日本、東南亞及美國銷售渠道，並結合 AI 技術創造附加價值。展望 2024/2025 年，成長動能來自於 1) 取得競者 Foxit PDF 代理商之代理；2) 點點簽引入日本策略性投資人(APAMAN)；3) 協助客戶數據分析 data base 建置，目前掌握 5 家客戶/11 家潛在客戶。此外，更將模組進行規模化應用，以標準化的模組降低生產成本，從而提升毛利率。

國內軟體自有品牌以及 SaaS 同業 PSR 過去三年區間約介於 5~6 倍，凱鈿產品邁向模組標準化、大量代理授權，專案比重降低使長線獲利能力看增，短期因 1) 代理制度尚未發酵；2) 企業產品動作升級、專案推動仍面臨過渡之不確定性，待產品轉換過渡期結束後可望往 5~6 倍 PSR 評價靠攏。

圖 10：損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
營業收入	338	396	404	201
營業毛利	188	209	200	112
營業利益	-28	-113	-156	-72
營業外收入及支出	-1	3	-38	9
稅前淨利	-29	-110	-194	-63
所得稅費用	-	-	-	-
稅後純益	-29	-110	-195	-63
歸屬母公司淨利	-29	-110	-195	-63
公告每股盈餘 (元)	-4.07	-14.88	-19.77	-3.34
<b>年增率</b>				
營業收入	-	17.2%	2.0%	0.5%
營業利益	-	-	-	-
稅後淨利	-	-	-	-
<b>獲利比率</b>				
毛利率	55.6%	52.9%	49.6%	55.8%
營業利益率	-	-	-	-
稅後利益率	-	-	-	-

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
現金與短期投資	242	258	363	300
應收帳款及票據	29	33	45	42
其他流動資產	90	198	36	35
<b>流動資產</b>	<b>361</b>	<b>489</b>	<b>444</b>	<b>377</b>
固定資產	13	11	11	11
其他非流動資產	39	55	65	77
<b>非流動資產</b>	<b>52</b>	<b>66</b>	<b>76</b>	<b>88</b>
<b>資產總額</b>	<b>414</b>	<b>555</b>	<b>520</b>	<b>465</b>
應付帳款及票據	49	74	80	73
短期借款	12	57	69	76
什項負債	33	15	16	17
<b>流動負債</b>	<b>94</b>	<b>146</b>	<b>165</b>	<b>166</b>
<b>非流動負債</b>	<b>26</b>	<b>179</b>	<b>16</b>	<b>14</b>
<b>負債總額</b>	<b>120</b>	<b>325</b>	<b>181</b>	<b>180</b>
股本	140	142	190	195
資本公積	228	272	528	152
保留盈餘	-74	-184	-379	-63
其他權益	0	0	0	1
<b>股東權益總額</b>	<b>294</b>	<b>230</b>	<b>339</b>	<b>285</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
本期純益	-29	-110	-194	-64
折舊及攤提	14	18	25	13
其他	10	-91	58	8
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>-5</b>	<b>-27</b>	<b>-111</b>	<b>-43</b>
資本支出	-6	-5	-7	-3
其他資產變動	-36	-104	111	-13
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>-42</b>	<b>-109</b>	<b>108</b>	<b>-16</b>
發行普通股	5	4	125	5
其他調整數	212	147	-16	-8
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>217</b>	<b>151</b>	<b>109</b>	<b>-4</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>170</b>	<b>15</b>	<b>105</b>	<b>-63</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>1</b>	<b>-22</b>	<b>-104</b>	<b>40</b>

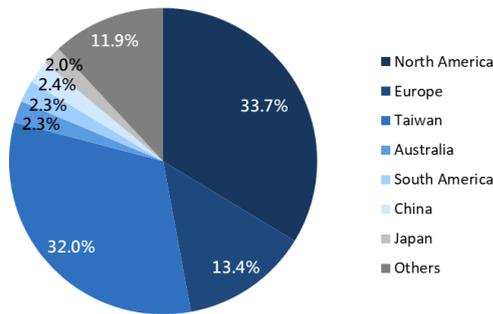
資料來源：公司資料、元大投顧

## 公司簡介

### 凱鈿以訂閱制銷售海外市場為主，致力於提供多元化商業智能解決方案

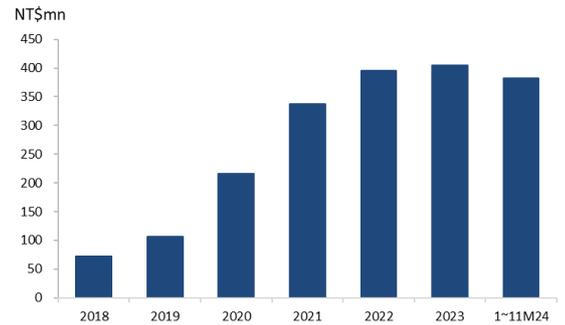
凱鈿行動科技成立於 2009 年 3 月，並於 2014 年推出 KDAN Cloud 雲端服務，正式轉型為 SaaS (軟體即服務) 供應商。三大產品服務包括 1) 數位文件管理、2) 電子簽章、3) 數據分析等，協助企業提升營運效能及組織敏捷力，優化決策流程，並以更安全且高效的方式，創造商業價值，實現永續發展的願景。公司總部位於台灣，營運據點佈及中國、美國、日本、韓國和新加坡，並榮登金融時報(Financial Times)亞太地區高成長企業 500 強，名列台灣 IT 與軟體類別之首。凱鈿銷售以海外市場為主，地區占比分別為北美 34%、亞洲 47% (台灣 32%)、其他 19%。

圖 13：2024 年 1-11 月營收地區別分布



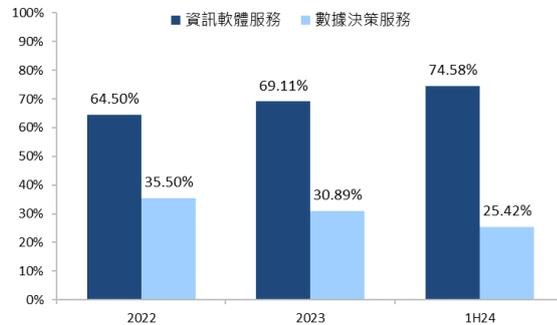
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：2018-2024 年 11 月合約負債持續成長



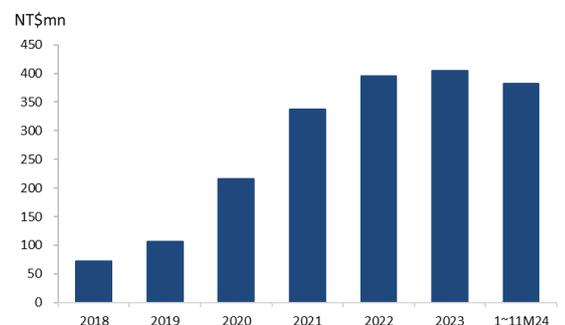
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：2022-1H24 營收組成



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：2018-2024 年 11 月營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

## 公司股權結構與經營團隊

### 凱鈿前十大股東持股比例合計達 68.75%

圖 17：凱鈿主要股東資訊(截至 2024 年 11 月 30 日)

Name	Holding %
KDAN Mobile Investment SPC, Inc.	14.73%
台杉水牛投資股份有限公司	11.28%
中國信託商業銀行股份有限公司受託信託財產專戶	9.19%
WI Harper Fund VIII LP	8.79%
開新興業股份有限公司	7.98%
Hancom Inc.	6.58%
達駿創業投資股份有限公司	3.34%
Kolete Ventures Limited	2.34%
統一國際開發股份有限公司	2.26%
Golden Asia Fund II L.P.	2.26%

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：凱鈿經營團隊

職稱	姓名	學歷	經歷
執行長/ 董事長	蘇柏州	Quantic School of Business and Technology Executive MBA 成功大學資訊工程學系碩士	凱鈿行動科技(股)公司董事長/執行長 工業技術研究院工程師
營運長兼 研發長	林文璋	樹德科技大學資訊管理學系 碩士	工業技術研究院工程師 優碩資訊科技(股)公司軟體設計工程師 達網科技(股)公司網際網路工程師
產品暨策 略長	蘇俊欽	成功大學工業設計學系人因工程與互 動設計組博士 成功大學工業設計學系人因工程與互 動設計組碩士	Keio-NUS CUTE Center, National University of Singapore, Research Engineer
全球行銷長	王為中	美國加州大學爾灣分校經濟學 碩士/博士	Economist, KPMG LLP (Los Angeles) Professor of Business and Economics, Juniata College, USA Associate Provost, Juniata College, USA Acting Dean for International Education, Juniata College, USA
財務長	林建佑	美國威斯康辛州立大學密爾瓦基分校, 財金碩士 輔仁大學國貿系學士	台証綜合證券(股)公司襄理 遊戲橘子(股)公司財務總監 源裕豐國際(股)公司財務長 佐見啦生技(股)公司財務長 全福生技(股)公司財務長

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (十億美元)	Revenue (Billion)			市銷率(PSR)			Revenue YoY(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>國際同業</b>													
Adobe	ADBE US	未評等	437.5	190.4	19.4	21.4	23.5	9.8	8.9	8.1	10.2	10.5	9.6
Docusign	DOCU US	未評等	96.7	19.5	2.5	2.7	3.0	7.8	7.1	6.6	19.4	9.3	7.7
Atlassian	TEAM US	未評等	306.8	80.4	3.5	4.4	5.2	22.7	18.4	15.6	26.1	23.3	18.6
Workday	WDAY US	未評等	262.1	69.7	6.2	7.3	8.4	11.2	9.6	8.3	21.0	16.7	16.1
福昕	688095	未評等	71.8	6.6	0.6	0.7	0.9	10.7	9.2	7.7	5.3	16.6	19.5
<b>國際同業平均</b>								<b>12.5</b>	<b>10.7</b>	<b>9.3</b>	<b>16.4</b>	<b>15.3</b>	<b>14.3</b>
<b>國內同業</b>													
91APP	6741 TT	未評等	90.8	10.6	1.4	1.6	1.9	7.6	6.6	5.6	10.0	16.4	18.1
走著瞧	6902 TT	未評等	113.0	3.8	0.8	-	-	4.9	-	-	83.4	-	-
訊連	5203 TT	未評等	98.6	7.7	1.9	2.1	2.3	4.1	3.7	3.4	10.3	12.0	9.7
全景軟體	8272 TT	未評等	96.6	1.8	0.4	-	-	4.3	-	-	0.3	-	-
意藍資訊	6925 TT	未評等	52.0	0.9	0.2	-	-	5.5	-	-	(2.3)	-	-
鼎恒	6738 TT	未評等	42.0	1.4	0.2	-	-	7.0	-	-	(0.2)	-	-
騰雲	6870 TT	未評等	240.0	5.0	0.5	0.6	0.8	9.3	7.8	6.4	16.1	19.5	21.1
<b>國內同業平均</b>								<b>6.1</b>	<b>5.7</b>	<b>4.9</b>	<b>16.8</b>	<b>15.9</b>	<b>16.3</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 附錄：重要揭露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 投資評等說明

**買進：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**持有-落後同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評等：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓